

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业跟踪报告

山西煤炭发运量已下降 20%，持续时间长短是关键因素

2009 年 3 月 6 日	陈 亮 煤炭行业高级研究员	86-755-22624811	chenliang@pasc.com.cn
	高 利	86-755-22623263	gaoli@pasc.com.cn

事 项

2 月 22 日，山西焦煤集团旗下屯兰煤矿发生瓦斯爆炸事故，死亡 78 人。2 月 28 日，山西省政府下发《关于在全省国有重点煤矿和地方骨干煤矿开展安全生产专项整治的通知》，决定自 3 月 1 日起，在全省国有重点煤矿和地方骨干煤矿（市、县营煤矿）开展为期一年的煤矿安全生产专项整治工作。3 月 1 日后，山西煤炭铁路外运量下降 20% 左右。

主要观点

一、 铁路外运量3月初下降20%，主要是非国有重点煤矿减产

数据显示，自3月1日起，山西省铁路外运量大幅下降20%以上。而即使在2月23日屯兰矿难发生第二天，外运量也没有如此明显减少。这说明，山西的安全整顿，是在省政府文件下发后才开始的。

山西国有重点煤矿的煤炭铁路外运量，2月18日-2月27日一直比较稳定，3月1日起突然下降至60万吨以下，但到3月3日，已经逐渐恢复。

即使是此次发生矿难的山西焦煤集团，其外运量也在逐渐恢复，说明矿难对公司的影响正在逐渐递减。但西山煤电（我们猜测下面表格中“西山煤电”是指“西山煤电集团”）的外运量仍未恢复。

其他大型国有重点集团中，除同煤外，国阳、潞安、晋煤、中煤平朔矿、煤气化等产量几乎没有收到影响。但是，地方煤矿以及乡镇煤矿的外运量却迅速萎缩。

图表 1 山西煤炭铁路外运量（单位：吨）

	09-2-18	09-2-21	09-2-23	09-2-25	09-2-27	09-3-1	09-3-2	09-3-3
山西合计	915146	998844	953611	887403	994990	731384	770141	760961
一、国有重点	707537	708550	766227	692219	741972	582647	619092	683631
同煤集团	192663	144835	222679	209650	289851	172182	141905	157254
国阳新能	84315	91416	85272	68305	58406	76713	89272	93378
山西焦煤	129864	164305	147003	107475	91876	74666	101259	122924
山西焦煤原煤	66185	94000	93684	78521	55951	52514	82548	95692
山西焦煤洗煤	63679	70305	53319	28954	35925	22152	18711	27232
1、西山煤电	74251	89205	69257	30739	27455	19192	17243	25110
西山煤电原煤	19348	28724	24161	10311	6420	3493	7251	11672
西山煤电洗煤	54903	60481	45096	20428	21035	15699	9992	13438
2、汾西矿业	36667	47290	39798	43890	48550	35939	48168	58694
汾西矿业原煤	27891	37466	31575	35364	33660	29486	39449	44900
汾西矿业洗煤	8776	9824	8223	8526	14890	6453	8719	13794
3、霍州电煤	18946	27810	37948	29593	15871	19535	35848	29220
4、华晋焦煤	0	0	0	3253	0	0	0	9900
潞安能源	54562	56256	55273	48513	62156	53397	50934	51124
晋城煤业	86190	87705	86099	82368	85249	83139	86255	84264
中央企业	159943	164033	169901	175908	154434	122550	149467	174687
平朔公司	154320	158573	153117	170540	154434	119605	129958	169632
煤气公司	5623	5460	16784	5368	0	2945	19509	5055
二、地方煤矿	67066	174367	69166	90965	125105	54189	75594	47932
1、分公司	45715	168543	59647	50729	99242	44012	58500	31345
2、地方重点	6967	0	2925	3396	3337	3264	7814	7819
3、单列单位	14384	5824	6594	36840	22526	6913	9280	8768
三、省进出口	65036	38763	8640	32083	17494	28992	25011	10891
四、省监管局	19500	15300	23800	16900	9000	14600	21800	8400
五、劳改局	0	0	0	0	0	0	0	0
六、省乡镇	21907	28628	49446	36036	46619	26315	25344	10107
七、部、局合计	34100	33236	36332	19200	54800	24641	3300	0

数据来源：平安证券整理

尽管我们同时收集了山西煤炭产量的数据，且这一数据显示山西煤炭并未减产，但是，我们认为，历来山西煤炭产量数据可信度不高。（08年曾有业内人士估算，山西煤炭瞒报量在2亿吨左右）

根据下面的数据，我们不相信一些大型国有重点煤矿，其连续数天、每天的产量都是相同的；那些挂靠在省劳改局、省乡镇的煤矿，其产量为零，居然还在每天发运煤炭。

由于山西要对经铁路出省的煤炭征收可持续发展基金，无票不能出省，所以我们判断，铁路外运数据更为可信，更能反映真实的煤炭供给形势。

图表 2 山西煤炭产量（单位：吨）

	09-2-18	09-2-21	09-2-23	09-2-25	09-2-27	09-3-1	09-3-2	09-3-3
山西合计	1099116	1061917	1069998	1058357	1069530	1018797	1033666	1070793
一、国有重点	952851	961239	981839	951258	956425	927212	933419	945921
同煤集团	135743	138512	136916	142099	152170	134412	152360	148461
国阳新能	90000	100000	110000	110000	110000	90000	95333	107056
山西焦煤	251815	268086	270111	233934	236110	250210	227446	227320
山西焦煤原煤	212686	226917	227642	188232	188208	197248	180924	181598
山西焦煤洗煤	39129	41169	42469	45702	47902	52962	46522	45722
1、西山煤电	126782	143889	143889	126472	126472	126472	126472	126472
西山煤电原煤	96523	110620	110620	89570	89570	89570	89570	89570
西山煤电洗煤	30259	33269	33269	36902	36902	36902	36902	36902
2、汾西矿业	71183	70447	72072	56912	59088	73188	50424	50298
汾西矿业原煤	62313	62547	62872	48112	48088	57128	40804	41478
汾西矿业洗煤	8870	7900	9200	8800	11000	16060	9620	8820
3、霍州电煤	50550	50550	50550	50550	50550	50550	50550	50550
4、华晋焦煤	3300	3200	3600	0	0	0	0	0
潞安能源	77586	77090	78535	79323	89193	68628	77744	78739
晋城煤业	113727	103870	104029	106695	95555	107607	101272	100114
中央企业	283980	273681	282248	279207	273397	276355	279264	284231
平朔公司	253000	253000	252000	252000	252000	255000	256000	256000
煤气公司	30980	20681	30248	27207	21397	21355	23264	28231
二、地方煤矿	110233	65178	66895	77499	76916	77835	82097	86714
1、分公司	92760	53178	53765	53168	52561	54825	55961	59858
2、地方重点	7450	3000	3000	3000	3000	3000	6126	6846
3、单列单位	10023	9000	10130	21331	21355	20010	20010	20010
三、省进出口	14632	13700	12564	13700	16589	13750	13750	16258
四、省监管局	21400	21800	8700	15900	19600	0	4400	21900
五、劳改局	0	0	0	0	0	0	0	0
六、省乡镇	0	0	0	0	0	0	0	0
七、部、局合计	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：平安证券整理

二、整顿的持续时间是关键，我们判断将延续至3月20日之后

根据目前的形势看，山西现在的减产力度，与2007年12月大致相当，都在20%左右。（具体分析，详见2009年2月22日报告《山西屯兰矿难将影响焦煤供给》和2008年5月14日深度报告《小矿减产和“印度因素”提升中国煤炭行业景气》）

我们并不相信，山西省政府下发的《通知》，对煤炭供给的影响能够持续一年。但是，山西煤矿安全监察局之前已经宣布，为遏制煤矿重特大事故发生，确保“两会”期间全省煤矿安全状况的稳定，从2月24日至3月20日，对全省国有重点煤矿开展“一通三防”专项监察。

因此我们认为，此次安全整顿的持续时间有可能持续到3月20日前后。

三、 短期内，坑口煤价仍存在上涨预期

3月2日，沁源、柳林焦煤分别上涨20和40元/吨。古交、乡宁、邢台、开滦、平顶山焦煤均与上周持平。3月2日，山西大同、兴县价格分别上涨15元/吨和5元/吨，淮南动力煤价格上涨10元/吨。

我们判断，如果山西煤炭供给在3月20日之前都不能放松，则短期内山西坑口价格仍有上涨预期，并会在短期内带动中转地和消费地的煤价上涨。

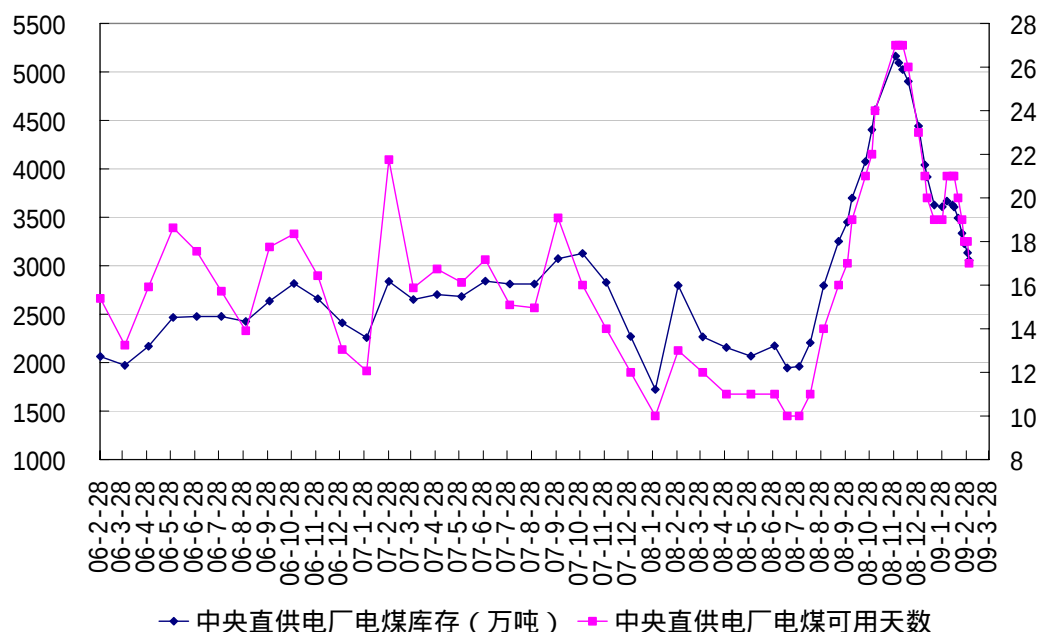
四、 需求侧的微弱复苏尚待进一步的观察

进入2月下旬，中国煤炭需求侧有微弱的复苏迹象。但是，由于整个国际外围经济环境的继续恶化，我们对其持续性仍保持谨慎。

1、 中央直供电厂电煤库存下降，耗煤量环比同比均上升

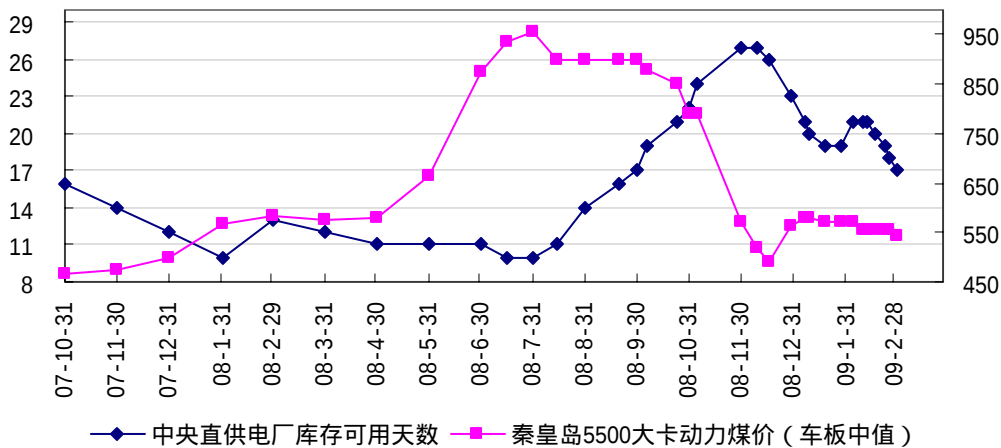
目前中央直供电厂电煤库存可用天数为17天，距离15天的正常水平已经很近。通常情况下，中央直供电厂电煤可用天数与秦皇岛煤价有很强的负相关性。

图表 3 中央直供电厂电煤库存和可用天数



数据来源：平安证券整理

图表 4 中央直供电厂电煤可用天数与秦皇岛煤价



数据来源：平安证券整理

上周末，总理温家宝在新华网上表示：“四方面成绩证明中国的应对措施见到初步成效。第一，信贷投放有所增长。去年11月份，新增信贷大约4400亿，12月份7700亿，1月份16200亿。第二，消费金额增长指数。去年11月份38%，12月份42%，今年1月份45%。第三，消费。今年1月份的消费同比增长18%，但今年1月份的物价比去年同比要低。第四，我非常看重的就是发电量。发电量从今年2月中旬开始，发电和用电量都恢复了正增长。在全国，2月中旬增长15%，环比增长13.2%，在南方，同比增长10%，环比增长8%。”

我们分析了2月下旬中央直供电厂的日耗煤量，发现同比环比都有上升迹象，但非常微弱。（之所以只选择2月下旬，是为了尽量剔除春节因素影响）

图表 5 中央直供电厂耗煤量（单位：万吨）

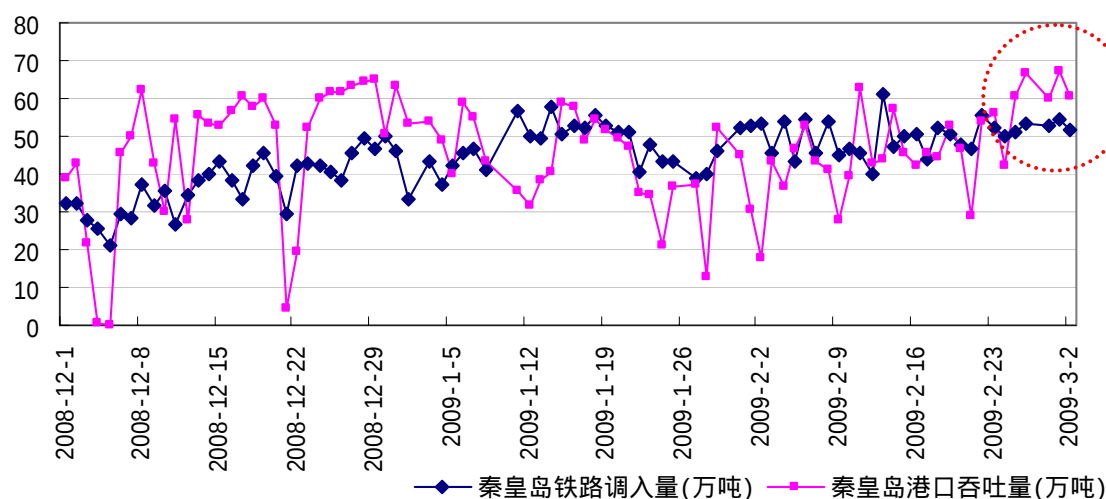
	当日耗煤量	每月从月初累计到当天的耗煤量	每月从月初累计到当天的日均耗煤量		当日耗煤量	每月从月初累计到当天的耗煤量	每月从月初累计到当天的日均耗煤量
09-2-17	195	2919	172	08-2-20	185	3223	161
09-2-22	187	3790	172	08-2-22	183	3589	163
09-2-25	195	4375	175	08-2-25	194	4149	166
09-2-26	198	4573	176	08-2-26	196	4345	167
09-2-28	202	4972	178				
09-3-3	196	577	192	08-3-3	191	577	192

数据来源：平安证券整理

2、秦皇岛煤炭出港量增加，库存下降

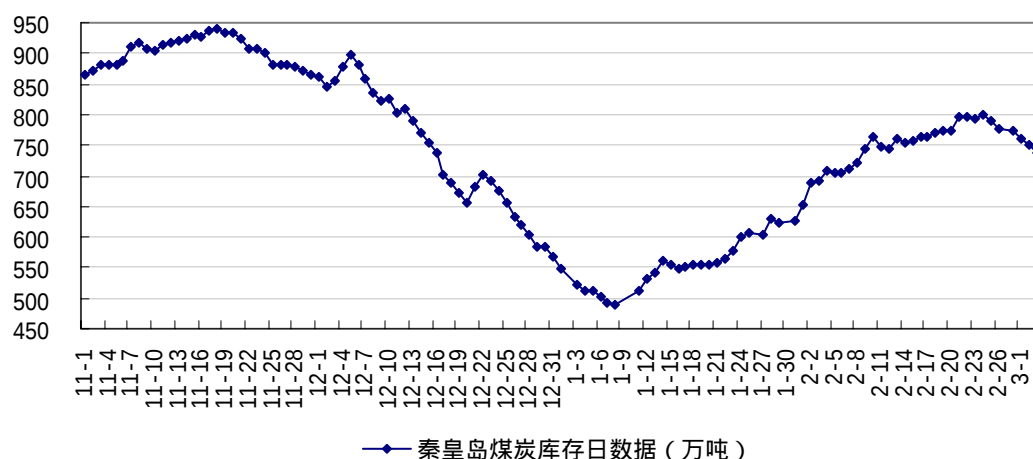
我们可以看到，从2月25日起，秦皇岛出港量都在60万吨以上，而调入量在52万吨左右。港口库存略有下降。

图表 6 秦皇岛电煤调入调出量



数据来源：平安证券整理

图表 7 秦皇岛煤炭库存



数据来源：平安证券整理

3、重点钢厂焦煤库存平均为6.8天

2月20日，某煤炭销售公司所监测的19家重点钢厂焦煤总库存为201.19万吨，单周增加3.95万吨。截至2月27日，19家钢厂焦煤总库存为198.38万吨，比上周减少2.81万吨。目前钢厂的平均存煤天数为6.8天。据上述煤炭销售公司称，这一库存水平低于正常水平33%。（但是，我们并不清楚所谓的低于正常水平的库存，究竟是什么概念。我们猜测，钢厂煤炭的合理库存，可能是10天左右）

五、投资建议：密切关注山西减产的可持续性，谨慎等待焦煤股的交易性机会

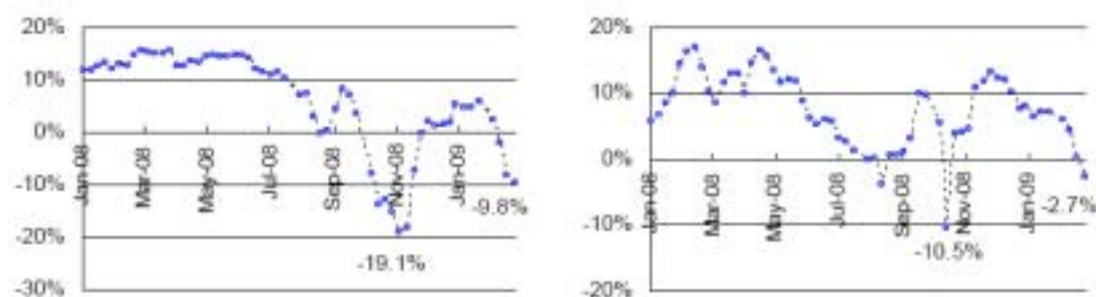
如果山西持续减产，则不排除煤炭供应紧张，煤价再次反弹。由于焦煤库存水平目前只有7天，而电煤库存仍有17天，我们据此判断，一旦煤炭供应紧张，焦煤价格的反弹幅度会略大于动力煤。

由于煤炭行业的同质性较强，行业趋势重于个股趋势，我们建议投资者关注整个华北地区的焦煤板块：金牛能源、平煤股份、开滦股份，以及生产未受明显影响的潞安环能。

但是，我们同时提醒投资者注意风险。外围经济下滑趋势未减，中国出口仍会受很大影响。此外，1月份中国钢材净出口增速同比下滑超过60%，供给过剩压力较大。目前钢价走弱，钢铁毛利率再次下降为负，焦煤价格也存在很大的向下压力。如果山西省整顿力度在两会后放松，中期来看，煤炭行业整体形势仍不乐观。

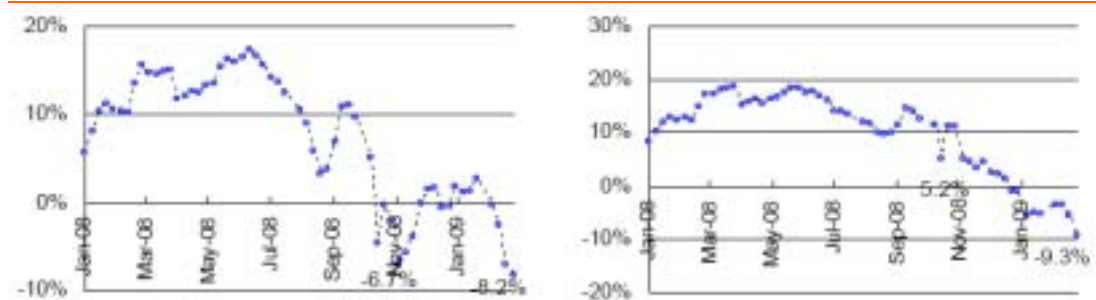
参与焦煤股反弹的风险较大，且较难把握，我们仅建议激进型的投资者密切关注山西减产的可持续性，等待焦煤股的交易性机会。可根据重置成本法寻找具有一定安全边际的公司，如潞安环能。稳健型投资者不宜冒风险，仍需等待行业的阶段性反转。

图表 8 重点钢铁企业热轧卷板、螺纹钢毛利率变化



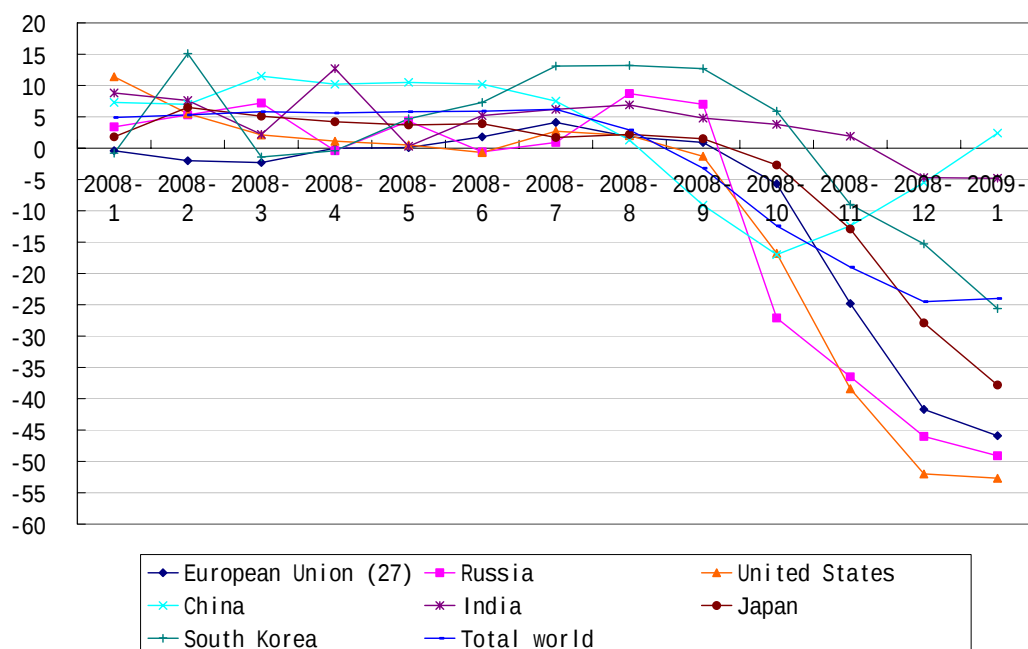
数据来源：平安证券整理

图表 9 重点钢铁企业冷轧板、中厚板毛利率变化



数据来源：平安证券整理

图表 10 全球粗钢产量增速 (%)



数据来源：平安证券整理

研究员简介：

2003年毕业于中国人民大学商学院，先后在国泰君安(销售)、中国证券报(煤电行业)、南非沙索(商务分析)任职；2008年3月进入平安证券综合研究所，半年后参加《新财富》煤炭行业分析师评选，获第8名(8/23)；在对煤炭行业整体状况的较清晰把握、丰富的人脉资源以及对行业数据的及时跟踪等方面具有优势。

近期相关报告

- 2009年02月22日 行业快评《山西屯兰矿难将影响焦煤供给》
- 2009年02月05日 行业报告《国际炼焦煤市场分析——2008年12月或是最坏时刻》
- 2008年12月24日 行业快评《跳出“谈判”看供需——关于煤炭订货会的思考》
- 2008年12月17日 行业快评《秦皇岛和广州煤炭库存开始下降，用煤高峰煤价有望企稳》
- 2008年12月12日 行业快评《资源税改革不应在近期出台，但仍是煤炭业的达摩克利斯之剑》
- 2008年12月08日 行业快评《广州港库存明显下降，短期煤价下跌压力减轻有助订货会谈判》
- 2008年12月05日 年度策略《GDP变化趋势是煤价先行指标，在纵横比较中寻找交易性机会》
- 2008年10月22日 行业报告《从“97亚洲金融危机”对煤炭盈利水平的影响看当前投资前景》

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257